

Aumento do Investimento: O Desafio de Elevar a Poupança Privada no Brasil*

ANA CLÁUDIA ALÉM**
FABIO GIAMBIAGI**

RESUMO Este artigo discute as possibilidades de crescimento da economia brasileira, à luz da existência de uma restrição de poupança. Dadas a hipótese de plena ocupação de capacidade e uma função de investimento, o crescimento do PIB está inversamente relacionado com a propensão a consumir. São realizadas algumas simulações com diferentes trajetórias da renda e do consumo privado e feitas algumas sugestões para aumentar a taxa de poupança e viabilizar o financiamento de um fluxo maior de investimento.

ABSTRACT *This article discusses the prospects of the Brazilian economy within a context of a saving constraint. Given an assumption of full capacity and based on an investment function, the GDP growth is inversely related to the propensity of consumption. Some simulations are presented, showing different paths for income and private consumption. Finally, it is discussed how to increase the saving rate and to allow the finance of a higher level of investment.*

* Os autores agradecem os comentários feitos a uma versão preliminar deste artigo por Antônio Delfim Netto, Eduardo Sá, Francisco Costa e Silva, Francisco Marcelo Rocha Ferreira, Isac Zagury, Licínio Velasco, Luís Orenstein, Márcio Garcia e Sheila Najberg. A responsabilidade pelo conteúdo desta versão final, naturalmente, é apenas dos autores.

** Economistas do Departamento Econômico do BNDES.

1. Introdução

O Brasil enfrentou, desde o final dos anos 70, uma queda expressiva dos seus níveis de investimento, fenômeno ao qual esteve associado um declínio de mesma magnitude da poupança agregada. A literatura tem sido pródiga em relacionar este fato com a crise fiscal do país, ressaltando o duplo papel do combate ao déficit público como elemento central de uma política de estabilização e como fator-chave para a recuperação da poupança e do investimento. Porém, quase nada tem sido escrito no país acerca de um fenômeno que vinha ocorrendo desde o início dos anos 90 e que se acentuou recentemente: a queda da poupança privada, expressa pelo *boom* de consumo das famílias que se intensificou a partir de 1993. Outros países da América Latina, que nos anos 80 e 90 também passaram por processos de certa expansão econômica, liberalização financeira e abertura das suas economias, têm experimentado um crescimento similar do consumo privado, como são os casos do México, da Argentina ou da Colômbia.¹

Este trabalho aborda tal fenômeno, sem o intuito, porém, de analisar as suas causas, mas apenas de avaliar os limites que o consumo elevado das famílias – ou a sua contrapartida, na forma de uma poupança privada limitada – pode impor a uma trajetória de crescimento sustentado da economia brasileira a uma taxa maior que a dos últimos anos.² Em outras palavras, o que se faz é uma análise quantitativa da importância da restrição de poupança para a retomada do crescimento a um ritmo mais intenso, seguindo a tradição do conhecido modelo de dois hiatos – ainda que, neste caso, deixando de lado a restrição externa, para se concentrar na outra restrição do modelo.³

O trabalho está dividido em seis seções. Após esta introdução, são mostrados alguns fatos estilizados da queda da poupança privada no Brasil nos últimos anos. Na terceira seção, é feita uma resenha da literatura acerca dos determinantes da poupança privada. Na quarta seção, descreve-se um modelo simples e apresentam-se seus resultados, para mostrar o *trade-off* entre o crescimento do consumo privado e do investimento. Na quinta seção, são comentadas algumas alternativas de política para aumentar a taxa de pou-

1 Para uma análise do caso colombiano, ver López (1997).

2 A restrição de poupança, evidentemente, não é o único entrave a prejudicar as possibilidades de crescimento da economia brasileira a taxas maiores que as dos últimos anos (em particular, as do período 1995/97). Para uma discussão abrangente dos problemas que devem ser enfrentados para o país poder aspirar a um crescimento a taxas mais ambiciosas, ver Ferreira (1996).

3 Para uma apresentação do modelo de dois hiatos, cuja concepção original cabe a Chenery (1961), ver Bacha (1982).

pança e viabilizar o financiamento de um fluxo maior de investimentos. Por último, expõem-se as conclusões.

2. A Queda da Poupança Privada no Brasil: Fatos Estilizados⁴

A poupança total da economia resulta da soma da poupança externa – contabilmente igual ao déficit em conta corrente – e da poupança doméstica. Esta última, por sua vez, é composta pela poupança pública – calculada pela diferença entre o investimento do governo e o déficit público – e pela poupança privada (ver Tabela 1).

O atual nível da taxa de poupança doméstica indica uma significativa queda da poupança pública em relação à que vigorava nos anos 70, o que reflete a piora das contas fiscais. No que diz respeito à evolução da poupança privada, observa-se que, após apresentar um aumento na segunda metade dos anos 80, passando de 19% do PIB em 1981/85 para 21% do PIB, em média, em 1986/90, ela voltou a cair nos anos 90, atingindo 17% do PIB em 1991/95 e 16% do PIB em 1996.⁵

TABELA 1

Composição da Poupança a Preços Correntes – 1981/97

(Em % do PIB)

PERÍODOS	POUPANÇA DOMÉSTICA			POUPANÇA EXTERNA	TOTAL
	Governo ^a	Privada ^b	Total		
1981/85	-2,2	19,0	16,8	2,8	19,6
1986/90	0,3	21,4	21,7	0,4	22,1
1991/95	1,8	17,0	18,8	0,3	19,1
1996 ^c	-1,0	16,3	15,3	3,2	18,5
1997 ^c	-0,2	15,8	15,6	4,2	19,8

Fontes: Banco Central (necessidades de financiamento) e IBGE (poupança e investimento).

^aA poupança do governo (União, estados e municípios) foi considerada igual à diferença entre o investimento do governo nas suas três esferas, excluindo as empresas estatais, e as necessidades de financiamento das três esferas de governo – no conceito operacional –, também excluindo as empresas estatais.

^bA poupança privada foi obtida residualmente.

^cPara 1996/97, previsão dos autores, com base na evolução do PIB e dos demais componentes da demanda.

4 Para uma análise dos determinantes da poupança privada no Brasil, ver Reis et alii (1996).

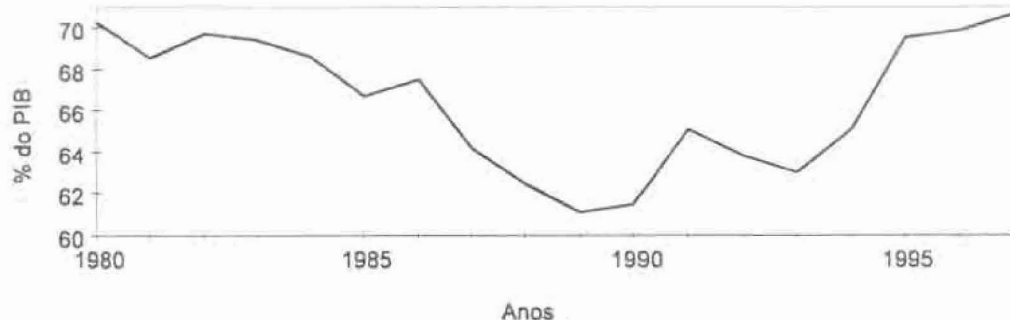
5 Os níveis de poupança pública da Tabela 1 são menos graves do que os decorrentes das Contas Nacionais, sem considerar os dados das Necessidades de Financiamento do Setor Público. Para entender este ponto, ver Além e Gianbiagi (1997).

Este comportamento da poupança privada reflete a evolução do consumo privado no período (ver Gráfico 1).⁶ O consumo privado caiu significativamente ao longo dos anos 80, como resultado da queda do salário real no período, devido ao efeito combinado da redução dos níveis de renda – decorrente do período recessivo – com uma taxa de câmbio elevada (a preços constantes de 1980, o consumo privado passou de 72% do PIB entre 1971 e 1980 para 66% do PIB no período 1981/90). Contudo, a partir da estabilização macroeconômica viabilizada pelo Plano Real, observa-se uma trajetória ascendente do consumo privado.⁷ Isto se explica, por um lado, pela queda significativa das taxas de inflação, que reduziu o imposto inflacionário e favoreceu, particularmente, as camadas da população de renda baixa que não tinham acesso aos instrumentos financeiros de proteção contra as perdas inflacionárias do período anterior à estabilização.⁸ Considerando-se a demanda reprimida desta faixa de população, isto representou um significativo aumento da demanda de bens de consumo, com destaque para os produtos eletroeletrônicos [ver Mallmann e Rabi (1996)]. Por outro lado, a

GRÁFICO 1

Evolução do Consumo das Famílias a Preços Constantes de 1980 – 1980/97

(Em % do PIB)



6 Os dados de consumo privado para 1996/97, a exemplo dos de poupança, são previsões dos autores com base na evolução do PIB e dos demais componentes da demanda. Cabe destacar que as Contas Nacionais a preços constantes não distinguem, no caso do consumo e do investimento, o do governo e o privado. Consequentemente, o consumo do governo a preços constantes de 1980 foi calculado multiplicando a relação consumo do governo/consumo total a preços correntes pela variável "consumo total" a preços constantes.

7 Este, que tinha atingido um "vale" de 61% do PIB em 1989 e foi de 63% do PIB em 1993, atingiu cerca de 70% do PIB já em 1995, sempre a preços constantes de 1980.

8 A respeito dos efeitos redistributivos da redução do imposto inflacionário, ver Neri (1996).

isto se somou a restauração dos mecanismos de crédito – com destaque para o alargamento dos prazos de pagamento –, com efeitos positivos tanto para as classes de renda mais baixas quanto para as mais altas, o que neste caso refletiu-se, por exemplo, no aumento da demanda por automóveis.

Dados os níveis de demanda reprimida das classes de baixa renda e levando em consideração o fato de que sua propensão marginal a consumir é alta – praticamente gastam tudo o que ganham –, no período 1994/97 observou-se uma tendência ao aumento da propensão a consumir da economia como um todo, o que, a longo prazo, poderá comprometer o potencial de crescimento da economia.⁹

3. Os Determinantes da Poupança Privada: Resenha da Literatura e das Idéias para Aumentar a Poupança Doméstica

A literatura econômica não é plenamente conclusiva acerca dos determinantes da evolução da poupança de um país.¹⁰ Em particular, não chega a definir de forma categórica a relação de causalidade entre o aumento da poupança e das taxas de crescimento econômico. Enquanto toda uma linha de modelos sustenta-se na tese de que é a poupança que leva ao crescimento, outros artigos concluem pela existência de uma relação bicausal – no sentido de que se determinam simultaneamente – da poupança e do crescimento, havendo, finalmente, os que rejeitam tanto uma como outra tese e encontram evidências de que o crescimento determina a poupança, mas não vice-versa.

A primeira linha de modelos baseia-se no trabalho pioneiro de Solow (1956), que estabelece uma vinculação causal entre a taxa de poupança e o nível de renda dos países. O aumento da poupança viabilizaria uma acumulação maior de capital, o que resultaria em uma taxa de crescimento econômico também maior. Nas palavras de Edwards (1995, p. 2), “... na média e ao longo de períodos longos de tempo, as mudanças na acumulação de capital, em sua maioria, são resultado de mudanças na poupança doméstica.”

A segunda linha, por sua vez, tem origem em trabalhos mais recentes e defende a endogeneidade da poupança, que seria determinada, principal-

9 *Para uma descrição das teorias de crescimento a longo prazo e do efeito de políticas distributivas, ver Pasinetti (1979, Caps. V e VI).*

10 *Como reconhece um dos participantes do debate sobre o tema, “... ainda há uma falta de conhecimento a respeito das forças que determinam a volatilidade da taxa de poupança, levando muitos autores a usar o termo ‘quebra-cabeças da poupança’ (saving puzzle) nas análises sobre o acontecido nas décadas de 1980 e 1990” (Mühlhausen (1997, p. 5)).*

mente, pela taxa de crescimento, não descartando, entretanto, a existência de um círculo virtuoso entre poupança e crescimento, no sentido de que maiores taxas de crescimento econômico resultariam em maiores taxas de poupança, que, por sua vez, viabilizariam taxas de crescimento do nível de renda ainda maiores. Em outras palavras, a causalidade ocorreria em ambas as direções, tanto do aumento do crescimento para o aumento da poupança quanto deste para a expansão do crescimento [ver Schmidt-Hebbel, Servén e Solimano (1995, p. 25)]. Segundo o mesmo Edwards (1995, p. 17): embora em alguns casos a poupança tenha induzido o crescimento, em outros "... a influência positiva do crescimento na poupança tem desempenhado um papel central nas análises recentes das experiências bem-sucedidas do Leste asiático. De acordo com o Banco Mundial, por exemplo, nesses países tem se verificado um círculo virtuoso indo do alto crescimento para uma poupança elevada e desta para um crescimento ainda maior." Um outro estudo empírico, tendo como base uma amostra de 19 países da América Latina, confirma este fato, apontando para uma estreita correlação entre os níveis de renda *per capita* e a taxa de crescimento econômico: segundo o seu autor, "um ponto percentual de aumento na taxa de crescimento está associado a aproximadamente 0,25 ponto percentual de aumento na taxa de poupança doméstica. No caso da renda *per capita*... a taxa de poupança aumenta com o nível da renda *per capita*, porém a uma taxa declinante, o que é consistente com uma situação na qual países com níveis baixos de renda *per capita* têm um potencial de poupança pequeno e na qual, à medida que o nível da renda *per capita* aumenta, o efeito do aumento desta tende a diminuir" [ver Corbo (1995, p. 13)]. Este fato é comprovado por um estudo envolvendo 15 países cujos principais resultados apontam para a renda *per capita* e o crescimento do PIB como principais fatores determinantes do nível de poupança nacional [ver Held e Uthoff (1995, p. 14)].

Finalmente, a terceira linha de modelos também aponta para a endogeneidade da poupança, defendendo, entretanto, uma determinação unilateral da poupança pelo crescimento, ou seja, a nível agregado, o crescimento determinaria a poupança, mas esta não determinaria o crescimento. Segundo Carroll e Weil (1993, p. 23): "A literatura recente sobre crescimento econômico tem explicado tipicamente a correlação positiva entre poupança e crescimento como o resultado de uma poupança elevada que produz um crescimento elevado através da acumulação de capital. Nossos resultados empíricos, entretanto, sugerem que o aumento da taxa de crescimento *precede* o aumento da poupança." Baseados nisso, Carroll e Weil (1993, p. 63) afirmam que, "... no limite, poderíamos argumentar que a tão propalada conclusão de que aumentar a taxa de poupança do país é uma boa forma de ter um crescimento maior está simplesmente errada. Nós não acreditamos nisto. Porém, a endogeneidade da poupança em relação ao crescimento

sugere que os supostos efeitos da poupança sobre o crescimento podem estar superestimados.” Hausmann *et alii* (1996, p. 2) chegam a uma conclusão similar: “... o aumento da taxa de crescimento precede o aumento da taxa de poupança e não o contrário. Só depois de um período sustentado de crescimento elevado as taxas de poupança aumentam, o que pode ocorrer com uma defasagem de tempo que pode ser significativa.”¹¹ Da mesma forma, Mühleisen (1997, p. 14), com base no caso da Índia e utilizando o teste de causalidade de Granger, conclui que “os resultados do teste rejeitam a hipótese de que a poupança é uma variável explicativa relevante como indicador antecedente do crescimento, ao mesmo tempo em que estabelece um vínculo causal do crescimento para a poupança doméstica, incluindo tanto seu componente público como o privado.”

Para os que entendem que a poupança está de alguma forma associada ao crescimento da economia, os *policy makers* deveriam privilegiar as políticas de incentivo à expansão econômica, principalmente no que diz respeito ao estímulo ao aumento das taxas de investimento [ver Agosin (1995)]. Segundo Corbo (1995, p. 18, grifo nosso): “Nos anos recentes houve uma série de estudos que encontraram uma relação positiva entre *boas* políticas e o crescimento econômico. A acumulação de fatores ainda é relevante, mas sua contribuição para o crescimento é fortemente influenciada pelo ambiente macro e microeconômico. Se as políticas são as corretas, um investimento físico e humano maior pode representar uma importante contribuição para o crescimento a longo prazo. Entretanto, qualquer aumento sustentável da taxa de investimento tem que estar associado também a um aumento sustentável da poupança doméstica.”

No que diz respeito às linhas de modelos nos quais a poupança tem um papel ativo no crescimento econômico, estudos empíricos sugerem que a atuação do governo é indireta. Ao mesmo tempo, se no caso de uma “insuficiência” de poupança pública a prescrição é inequívoca – aumentar a receita ou cortar o gasto –, como conseguir um aumento da poupança privada é algo a respeito do qual as recomendações não são tão claras.

A liberalização financeira é apontada em McKinnon (1991) como uma forma de promover o aumento da poupança, tanto no sentido do aumento das taxas de juros quanto do aprofundamento institucional, que, através da criação de

11 Na mesma página 2, os autores seguem dizendo que: “... o mais importante determinante da poupança a longo prazo é o crescimento econômico. Conforme este ponto de vista, as cronicamente baixas taxas de poupança na América Latina são, principalmente, a consequência e não a causa do histórico de crescimento baixo e volátil da região, enquanto que as taxas de poupança elevadas nos ‘milagres’ das economias da Ásia devem-se às suas elevadas e menos voláteis taxas de crescimento econômico.”

novos instrumentos financeiros, viabilizaria uma canalização mais eficiente da poupança gerada para o financiamento dos investimentos produtivos. Em primeiro lugar, contudo, no que diz respeito à influência das taxas de juros, estudos empíricos abrangendo um grande número de países apontaram para uma pequena elasticidade-juros da poupança doméstica agregada [ver Edwards (1995, p. 14)], mesmo porque um alto nível de taxa de juros representaria um desincentivo ao aumento do investimento, o que acabaria prejudicando o crescimento econômico. Segundo Schmidt-Hebbel, Servén e Solimano (1995, p. 25-26): "... não deveríamos esperar um aumento da poupança privada em resposta a uma liberalização das taxas de juros. A evidência mostra que taxas de juros determinadas pelo mercado melhoram a intermediação financeira, a qualidade das escolhas de carteira... e do investimento, mas são estéreis para aumentar o fluxo de poupança." Em segundo lugar, o próprio efeito final do aprofundamento institucional é difícil de quantificar à medida que a ampliação do crédito direto ao consumidor incentivaria um aumento do consumo e, conseqüentemente, uma redução da poupança. Ainda de acordo com Schmidt-Hebbel, Servén e Solimano (1995, p. 25-26): "... o aprofundamento financeiro – refletido no aumento dos depósitos – tem efeitos ambíguos na poupança privada. O relaxamento das restrições ao crédito ao consumidor deprime a poupança privada, contribuindo às vezes para *booms* insustentáveis de consumo como na América Latina no início dos anos 80 e no México no período 1991-1994."¹²

A constatação de que um sistema financeiro desenvolvido possa colaborar para o aumento do consumo e a conseqüente redução da poupança parece justificar a intervenção do governo no sentido de melhorar a qualidade do gasto, ou seja, incentivar a canalização dos recursos disponíveis para o financiamento de novos projetos de investimento. Por um lado, esta intervenção poderia se dar por meio da criação de novos instrumentos financeiros que incentivassem os consumidores a trocar o consumo presente pelo consumo futuro e, ao mesmo tempo, pudessem garantir o financiamento a longo prazo dos novos projetos de investimento.¹³ Por outro lado, uma forma diferente de intervenção do governo com o objetivo de aumentar a taxa de poupança agregada doméstica poderia ocorrer por meio de um aumento da poupança pública, à medida que esta desloca a poupança privada menos do que proporcionalmente.¹⁴ Segundo Schmidt-Hebbel, Servén e Solimano

12 A respeito destes temas, ver Matos Filho e Cândido Jr. (1997, Seções 2 e 3).

13 Ver Seção 5 deste trabalho. Segundo Cumargo e Barros (1992), o FGTS não representa um instrumento de poupança compulsória satisfatório, à medida que inibe a formalidade e, portanto, não gera tanta poupança como poderia gerar se, por exemplo, a penalidade por demissões fosse menor.

14 Werneck (1987) também analisa a importância do aumento da poupança pública para viabilizar o crescimento da poupança doméstica agregada, referindo-se especificamente à economia brasileira.

(1995, p. 25): "... à medida que as evidências indicam que a poupança pública não produz um efeito de *crowding-out* na poupança privada de um para um, aumentar a poupança pública é uma forma eficiente e direta de aumentar a poupança doméstica. As evidências disponíveis mostram que o setor privado reage a cada US\$ 1 de poupança pública adicional despoupando algo entre US\$ 0,25 e US\$ 0,55."

Apesar de alguns dos resultados empíricos mais recentes apontarem para uma relação de causalidade crescimento-poupança, dadas as atuais circunstâncias da economia brasileira – próxima à plena utilização da capacidade instalada –, para se lograr aumentar as taxas de investimento e, conseqüentemente, as taxas de crescimento, tem-se que desincentivar o crescimento do consumo.¹⁵ Conforme se pode verificar em Amadeo e Giambiagi (1992, p. 82), é importante ressaltar que: "pode-se argumentar que reduzir o consumo e aumentar a poupança, se ocorrer um aumento do investimento, correspondem ao mesmo fenômeno. Entretanto, a seqüência lógica é diferente, ou seja, na prática o que ocorre não é que a queda do consumo gera um aumento da poupança e este uma elevação do investimento e, sim, que o aumento do investimento acarreta um aumento da poupança e, em condições de pleno emprego, exige uma redução do consumo."¹⁶

Tendo como pano de fundo as análises apresentadas nesta seção, no restante do artigo adotam-se três premissas: a) nos próximos anos a fonte principal de recuperação da poupança doméstica será representada pelo aumento da poupança pública; b) este aumento, *per se*, não será suficiente para que a economia brasileira atinja taxas de crescimento de 5% a.a. ou mais;¹⁷ e c) a economia encontra-se próxima do limite de plena ocupação de capacidade.¹⁸ Da combinação dessas três premissas resulta a conclusão de que a viabilização de taxas maiores de crescimento exigirá conter a relação consumo das famílias/PIB, sob pena de que não se gere o espaço necessário para o

15 Outros trabalhos de autores brasileiros também apontam para a importância da restrição de poupança. Ver, por exemplo, Bacha (1982), Doellinger e Bonelli (1987) e Amadeo e Giambiagi (1990). Para o caso geral da América Latina, ver também Cepal (1995).

16 A noção de "pleno emprego" deve ser entendida aqui como estando associada a uma situação de capacidade ociosa nula, mesmo que na prática esta coexista com algum percentual de desemprego.

17 Para entender a validade destas premissas, ver Além, Giambiagi e Pastoriza (1997).

18 Esta última premissa é especialmente importante e tende a dificultar a interpretação de que, no caso atual da economia brasileira, seria o crescimento que elevaria a poupança, como se depreende de parte da literatura citada nesta seção. A validade dessa literatura depende das condições específicas de cada economia. Em 1986, por exemplo, crescer mais rapidamente era uma impossibilidade física, e o Plano Cruzado, na época, fracassou, entre outras coisas, por não conseguir conciliar o aumento do investimento com a moderação do consumo requerida para viabilizar este aumento. O fato de em 1997 a economia, embora sem estar superaquecida como em 1986, encontrar-se próxima da plena ocupação de capacidade deve-se aos baixíssimos níveis de investimento dos últimos 10 anos e ao conseqüentemente pequeno crescimento do produto potencial nesse período.

aumento requerido do investimento e/ou de que este venha a ser financiado por um aumento perigoso da poupança externa, com os conseqüentes riscos disso decorrentes. A forma de conciliar esta conclusão com trabalhos empíricos, como o de Carroll e Weil (1993), é entender que, neles, como afirmam Márcio Garcia e Renato Fragelli, "... a poupança que cresce... assim o faz por causa das boas condições que causaram esse crescimento, e não pelo crescimento em si" [*Gazeta Mercantil* (30.06.97)]. Entre tais condições, a existência inicial de capacidade ociosa tem um lugar de destaque.

4. O *Trade-off* entre Consumo e Investimento

O Modelo Adotado

O conjunto de equações a ser descrito corresponde a uma versão adaptada, extremamente simplificada e restrita às Contas Nacionais do modelo adotado no trabalho de Além, Giambiagi e Pastoriza (1997). Parte-se da identidade contábil para o PIB (Y), admitindo-se, por hipótese, que, a partir do primeiro ano da simulação, este seja igual ao produto potencial:¹⁹

$$Y = CG + CP + I + X - M \quad (1)$$

onde CG é o consumo do governo, CP é o consumo privado (ou das famílias), I é o investimento (público e privado) e X e M são as exportações e importações de bens e serviços não-fatores, respectivamente.

O consumo do governo, por hipótese, da mesma forma que as exportações reais, é exógeno e depende de uma certa taxa de crescimento real:

$$CG = CG_{-1} \cdot (1 + g) \quad (2)$$

onde g é a taxa de crescimento real do consumo do governo e o símbolo (-1) indica defasagem.

O consumo privado é considerado igual ao valor defasado da variável, acrescido de uma fração constante c do "delta" de renda da economia como um todo:

$$CP = CP_{-1} + c \cdot (Y - Y_{-1}) \quad (3)$$

O estoque de capital, dada a igualdade entre o PIB e o produto potencial, é igual a:

$$K = k \cdot Y \quad (4)$$

¹⁹ Todas as contas estão expressas em termos reais, a preços constantes (no caso, reais de 1980).

onde k é a relação capital/produto.²⁰ Por outro lado, K também pode ser definido como:

$$K = K_{-1} \cdot (1 - d) + I \quad (5)$$

onde d é um coeficiente de depreciação. Portanto, igualando (4) e (5), o investimento I pode ser entendido como:

$$I = k \cdot Y - K_{-1} \cdot (1 - d) \quad (6)$$

O valor de X , conforme explicado, é dado por:

$$X = X_{-1} \cdot (1 + x) \quad (7)$$

onde x é a taxa de variação real das exportações de bens e serviços não-fatores.

Por último, as importações de bens e serviços não-fatores são iguais a uma fração m do produto:

$$M = m \cdot Y \quad (8)$$

Substituindo (2), (3), (6), (7) e (8) em (1), conclui-se que há apenas um único valor do PIB que satisfaz ao mesmo tempo as igualdades de (4), dado o valor de K por (5), e de (1), definindo simultaneamente os valores de Y em (1), I em (6) e CP em (3). Este valor de Y , reescrevendo (1) e após alguns algebrismos, é dado por:

$$Y = [CG_{-1} \cdot (1 + g) + CP_{-1} - c \cdot Y_{-1} - K_{-1} \cdot (1 - d) + X_{-1} \cdot (1 + x)] / [1 - c - k + m] \quad (9)$$

Os valores das variáveis defasadas CG , CP , Y , K e X no ano-base são dados – com base na hipótese de ocupação de 98,4% da capacidade instalada na economia – do já citado trabalho de Além, Giambiagi e Pastoriza (1997). Os valores dos demais parâmetros também são adaptados a partir deste trabalho, que abrange o período 1997/2002, ao passo que aqui se trabalha com um horizonte de 10 anos, até 2006.²¹ Os valores desses parâmetros, no cenário básico, a preços constantes de 1980, estão expressos na Tabela 2.

²⁰ No ano-base, contudo, havendo alguma capacidade ociosa, k deve ser entendido como a relação capital/produto potencial e Y deve ser substituído pelo produto potencial, em (4).

²¹ As simulações, portanto, referem-se a um período de nove anos, já que 1997 é o ano-base.

TABELA 2

Lista de Parâmetros

PARÂMETROS	VARIÁVEIS	VALORES
Propensão Marginal a Consumir do Setor Privado	c	0,4
Taxa de Crescimento Real do Consumo do Governo (%)	g	3,0
Depreciação (% do Estoque Defasado de Capital)	d	4,3
Taxa de Crescimento Real das Exportações (%)	x	8,0
Relação Capital/Produto	k	2,43
Propensão Média a Importar (%)	m	0,24

Os valores adotados para g – neste caso, supondo que o crescimento do gasto público seja relativamente contido, de modo a viabilizar um ajuste fiscal gradual – e m são próximos aos daquele trabalho, enquanto o valor de x é ligeiramente inferior, admitindo que o impulso das exportações arrefeça um pouco após o grande crescimento que estas têm no referido cenário até 2002.²² A relação capital/produto k é a adotada, sempre naquele trabalho, no final da projeção e deriva-se do trabalho de Carvalho (1996), do qual também se extrai o coeficiente de depreciação d .

Resultados das Simulações

Os principais resultados do cenário básico do modelo, que se caracteriza por um crescimento médio do PIB da ordem de 5% ao ano, são apresentados nas Tabelas 3, 4 e 5.²³ Vale ressaltar, entretanto, que o crescimento do PIB, na margem, seria significativamente maior, já que no final do período de projeção a taxa de crescimento do PIB atingiria cerca de 8%. O investimento e o consumo privado, por sua vez, apresentariam crescimentos médios da ordem de 12% e 3% ao ano, respectivamente. Com isso, o investimento a preços de 1980 aumentaria sua participação no PIB de 17% em 1997 para 28% em 2006, enquanto o consumo privado chegaria ao final do período de projeção com uma participação de 60% do PIB, contra os 71% do PIB em 1997.²⁴

O coeficiente de $c = 0,4$ foi adotado após algumas simulações baseadas em diferentes valores de c , que geravam resultados pouco realistas para as

22 O valor da propensão marginal a consumir do setor privado (c) será justificado na subseção a seguir.

23 Os resultados completos das projeções não serão apresentados apenas por uma questão de espaço.

24 Há duas questões que cabem ser ressaltadas a respeito disto: a primeira é que a relação consumo privado/PIB já foi da ordem de 60% há menos de 10 anos, como pôde ser visto no Gráfico 1; e a segunda é que na Tabela 4 o consumo privado crescerá 3,3% a. a. (ou 34% em nove anos), o que certamente não pode ser considerado desprezível.

principais variáveis endógenas. Para melhor entender os efeitos de um valor maior para c , repetiu-se a simulação original, porém com $c = 0,5$ e $c = 0,6$. Os resultados são mostrados na Tabela 6 e no Gráfico 2 (este último baseado na Tabela 6).

Como se observa, com um c de 0,4, o consumo privado cresce, moderada mas sistematicamente, chegando ao final do período de projeção com um crescimento acumulado da ordem de 34%. Com um c de 0,5, o consumo cresce mais no início, mas em 2001 as curvas se cruzam e o crescimento no final do período de projeção é inclusive negativo, sendo que o crescimento acumulado no período 1998/2006 é de 13%, significativamente abaixo do registrado no caso anterior. Finalmente, com um c de 0,6, o crescimento do

TABELA 6

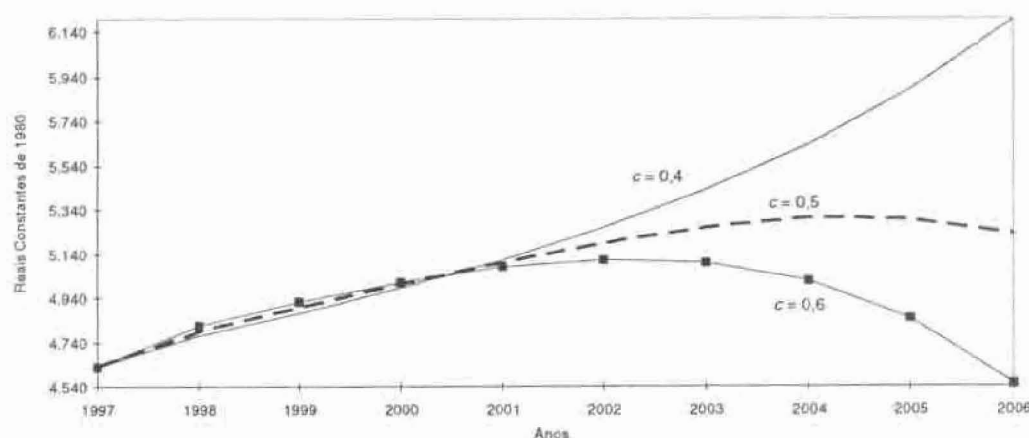
Resultados do Consumo Privado no Cenário Básico e em Simulações Alternativas – 1997/2006

(Em Reais Constantes de 1980)

VALORES DE c	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
0,4	4,632	4,767	4,870	4,984	5,112	5,259	5,431	5,635	5,883	6,194
0,5	4,632	4,791	4,898	5,003	5,102	5,190	5,260	5,302	5,300	5,236
0,6	4,632	4,812	4,919	5,011	5,078	5,112	5,097	5,016	4,844	4,550

GRÁFICO 2

Evolução do Consumo Privado para Diferentes Valores de c – 1997/2006



consumo é inicialmente ainda maior do que com um c de 0,5, porém as curvas também se cruzam em 2001 e o crescimento no final do período, bem como no acumulado em 1998/2006, é negativo (-1,8%), ou seja, em 2006 atinge-se um nível de consumo privado abaixo do registrado em 1997. A dinâmica do consumo privado das duas últimas simulações é uma decorrência direta do estreitamento do espaço para o investimento associado ao maior crescimento inicial do consumo, a ponto do investimento cair tanto que se transforma em um desinvestimento líquido, com queda do estoque de capital e, portanto, do produto e do PIB potencial.

Estes resultados sugerem que *o maior esforço inicial de poupança gera, a longo prazo, uma taxa de crescimento maior não apenas do PIB, mas também do próprio consumo*. É importante ressaltar que não se trata de diminuir o consumo, mas sim de conseguir que este continue aumentando em termos absolutos e caia, simultaneamente, como proporção do PIB. A Tabela 7 e o Gráfico 3 (gerado com base naquela) mostram as taxas médias de crescimento do PIB, do investimento e do consumo privado no período 1998/2006 para diferentes valores de c . Como se observa, quanto maior o esforço de poupança, refletido em um valor menor de c , maiores são as taxas potenciais de crescimento do PIB, do investimento e do próprio consumo privado. Isto se explica pelo fato de que uma redução do consumo em termos relativos abre espaço para um aumento das taxas de investimento, que, por sua vez, resulta no crescimento do produto e, conseqüentemente, também do consumo privado.

TABELA 7

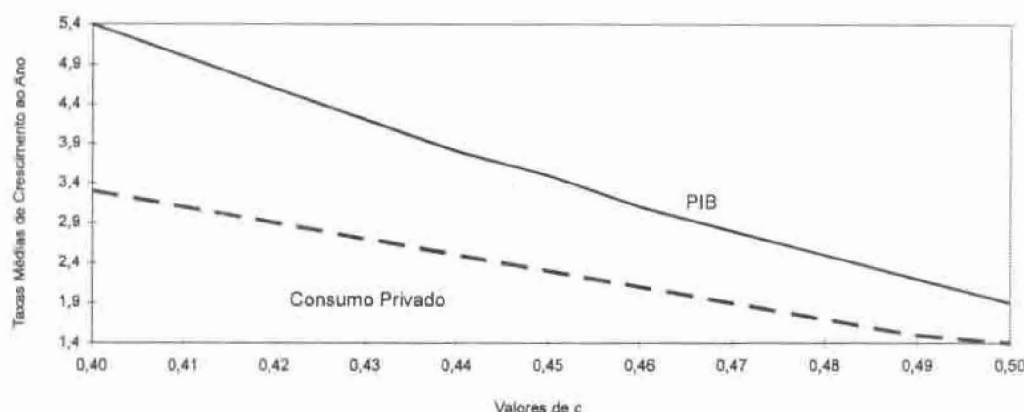
Taxas Médias de Crescimento do PIB, do Investimento e do Consumo Privado – 1998/2006

(Em % a.a.)

VALORES DE c	PIB	INVESTIMENTO	CONSUMO PRIVADO
0,40	5,4	11,7	3,3
0,41	5,0	10,1	3,1
0,42	4,6	8,6	2,9
0,43	4,2	6,9	2,7
0,44	3,8	5,2	2,5
0,45	3,5	3,4	2,3
0,46	3,1	1,5	2,1
0,47	2,8	-0,5	1,9
0,48	2,5	-2,7	1,7
0,49	2,2	-5,2	1,5
0,50	1,9	-8,0	1,4

GRÁFICO 3

Taxas Médias de Crescimento ao Ano do PIB e do Consumo Privado para Diferentes Valores de c – 1998/2006



Em síntese, o que se depreende das simulações acima é que a contenção do consumo requerida para aumentar as taxas de crescimento do PIB: *a)* é apenas relativa, já que o consumo privado poderia crescer continuamente; e *b)* gera como resultante, a longo prazo, um consumo maior do que aquele que resulta de ter um consumo inicial maior associado a uma propensão a consumir maior. Em outras palavras, a estratégia de conter inicialmente o crescimento do consumo envolve um *trade-off* intertemporal, que implica substituir consumo presente por consumo futuro.

Naturalmente, a moderação da propensão a consumir requerida para crescer a taxas maiores está associada ao forte crescimento das exportações. Para testar a sensibilidade dos resultados à hipótese adotada quanto à trajetória das exportações, aumentou-se o valor de c de 0,4 para 0,5, reduzindo, porém, o crescimento das exportações, de modo a não prejudicar o espaço para a ampliação do investimento. Os resultados aparecem na Tabela 8 e no Gráfico 4, onde o caso em que as exportações crescem a 8% ao ano é igual à segunda simulação da Tabela 6 e do Gráfico 2. Note-se que, com as exportações crescendo menos, o espaço para a expansão do consumo privado amplia-se consideravelmente. O problema é que o endividamento externo, neste caso, tornar-se-ia explosivo, o que colocaria obstáculos óbvios à viabilidade dessa trajetória do consumo.

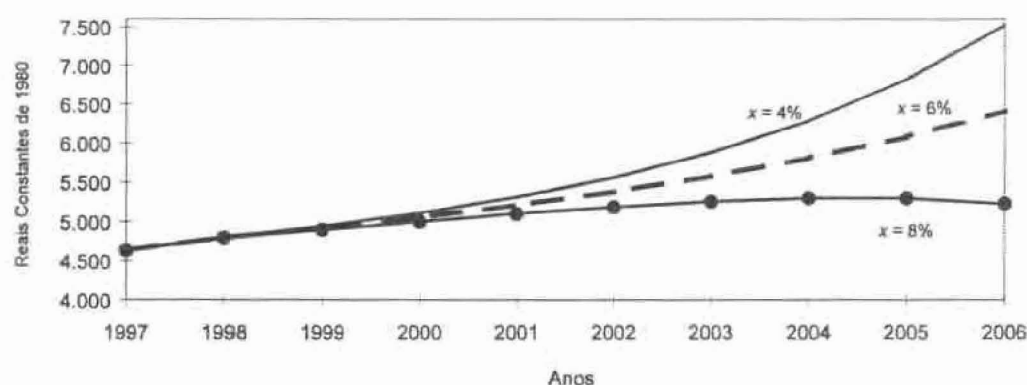
TABELA 8

Evolução do Consumo Privado para Diferentes Taxas de Crescimento das Exportações – 1997/2006 ($c = 0,5$)

(Em Reais Constantes de 1980)

VALORES DE x (%)	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
8,0	4,632	4,791	4,898	5,003	5,102	5,190	5,260	5,302	5,300	5,236
6,0	4,632	4,798	4,921	5,057	5,210	5,382	5,580	5,812	6,088	6,423
4,0	4,632	4,804	4,944	5,111	5,314	5,566	5,885	6,294	6,826	7,526

GRÁFICO 4

Evolução do Consumo Privado para Diferentes Valores de x – 1997/2006

5. Alternativas de Política para Aumentar a Poupança Privada no Brasil

A abordagem utilizada até agora pode ter dado a impressão equivocada de que um esforço maior de poupança por parte dos indivíduos traduz-se automaticamente em um fluxo maior de investimento, em termos macroeconômicos. Isto poderia ser válido, conforme lembra Keynes (1936, Cap. 2), apenas em uma economia de tipo “Robinson Crusoe”. Na doutrina por ele questionada, “... tem sido suposto que qualquer ato individual de abstenção de consumir leva necessariamente a um aumento no mesmo valor do investimento” [Keynes (1936, p. 19)]. Nesse caso, “... um ato de poupança individual conduz inevitavelmente a um ato paralelo de investimento”

[Keynes (1936, p. 21)]. Entretanto, em uma economia onde as decisões de se abster de consumir e as decisões de investir – associada a uma expectativa de consumo futuro – são tomadas por agentes diferentes, vale a ressalva de Keynes (1936, p. 21) de que aqueles que acreditam na relação acima explicada são vítimas de uma ilusão de óptica, “... que faz duas atividades essencialmente diferentes parecerem a mesma. Eles estão supondo de forma falaciosa que há um vínculo que une a decisão de se abster de consumir no presente à decisão de prover o consumo futuro; quaisquer que sejam os motivos que determinem a última, eles não se relacionam de forma alguma com os motivos que determinam a primeira.”

Conseqüentemente, o desafio de aumentar a poupança privada no Brasil implica definir mecanismos que permitam atingir simultaneamente dois objetivos, sem os quais as taxas de poupança e de investimento dificilmente poderão aumentar até os níveis necessários para o país poder aspirar a uma taxa de crescimento de 5% a 6% a.a. na próxima década: o primeiro é diminuir a propensão média a consumir da sociedade, de forma a viabilizar um aumento da participação do investimento na demanda agregada, em um contexto de plena ocupação da capacidade; o segundo, por sua vez, é canalizar os recursos que deixariam de ser consumidos pelos indivíduos para que eles de fato sejam utilizados no financiamento do investimento, dado que, sem essa intermediação eficiente através do sistema financeiro, o menor consumo vai ter como efeito apenas a diminuição da demanda agregada e da renda.

O primeiro objetivo está associado à hipótese de plena ocupação de capacidade e inspira-se nos modelos neoclássicos. Já o segundo destaca o papel do investimento como fator de geração de renda e tem um fundo keynesiano. Isso implica reconhecer que não basta apenas a decisão de não consumir para que o investimento se realize, o que requer a constituição de mecanismos de *funding* para que esses recursos sejam canalizados para viabilizar os novos projetos de investimento.

Há uma série de iniciativas que poderiam conduzir a um aumento da taxa de crescimento do país, através de uma melhora dos mecanismos de financiamento. Algumas delas são listadas a seguir, como as alternativas mais importantes para pensar, mostrando, em cada caso, suas potencialidades e limitações. As três primeiras iniciativas são recorrentes em qualquer *menu* de sugestões referentes ao tema de que trata este artigo. A última, por sua vez, é especialmente importante no caso específico do Brasil, que se caracteriza por um grau de desigualdade elevado e onde, mantida sua estrutura distributiva, a tendência é de que o “delta” de aumento de renda das camadas mais pobres da população se destine ao consumo, devido às necessidades insatisfeitas dessa larga parcela da população, com os conse-

qüentes prejuízos disso decorrentes para a formação agregada de poupança privada.²⁵

a) *Aumento da Poupança Pública.* É a alternativa mais indicada e a recomendação mais evidente e mais repetida no debate sobre o tema, tendo a vantagem de implicar um efeito direto da ação governamental – no sentido de que aumentos da receita e/ou cortes de gastos geram automaticamente um aumento da poupança –, ao contrário de outras iniciativas tendentes a aumentar a poupança, mas que dependem da reação do setor privado. Há, porém, duas ressalvas a fazer: a primeira é que o potencial de aumento deste componente da poupança é limitado pelos condicionantes políticos que dificultam a adoção de medidas impopulares e dificilmente pode ser estimado em muito mais do que dois pontos percentuais do PIB – no horizonte, por exemplo, dos próximos cinco anos [Além, Giambiagi e Pastoriza (1997) –, percentual este que está aquém do “delta” de investimento adicional requerido para que o país cresça a taxas maiores (da ordem de 5% a 6% a.a.); a segunda é que, conforme já salientado, a literatura econômica é clara ao concluir que aumentos da poupança pública geram, *ceteris paribus*, uma redução da poupança privada [Corbo e Schmidt-Hebbel (1991), Schmidt-Hebbel, Servén e Solimano (1995) e Edwards (1995)], de modo que o aumento da poupança total associado ao esforço fiscal não seria tão grande como o aumento da poupança pública.

b) *Estímulo aos Fundos de Pensão.*²⁶ Trata-se de outra recomendação tradicional do cardápio de sugestões para aumentar a poupança privada, através da contenção de consumo que isso geraria com o intuito de atender às necessidades futuras dos indivíduos, uma vez que estes teriam confiança no retorno desse esforço, na forma dos rendimentos do seu fundo de aposentadoria. O problema desta recomendação está também associado às suas limitações. O exemplo tradicionalmente citado em defesa da idéia é o do Chile. Entretanto, embora este país tenha aumentado a poupança privada de 6% do PIB em 1980 (antes da criação dos fundos de pensão) para 20% do PIB em 1994, *os fundos de pensão foram responsáveis por um “delta” de 3% do PIB do aumento de 14% do PIB registrado pela poupança privada nesse período*, o que, se certamente não é desprezível, também não pode ser considerado a causa principal do *boom* do investimento chileno na última

25 Segundo pesquisa de opinião CNI/Ibope, só 9% das famílias declararam que costumavam poupar, enquanto 76% nunca separaram parte do salário para a poupança [ver CNI (1997, p. 11)]. Por outro lado, segundo um estudo do FMI, a parcela da renda utilizada para gastos com alimentação é, em média, de 56% nos países de baixa renda, reduzindo-se para 32% nos de renda baixa a média e para 13% no caso dos de alta renda [ver Ogaki et alii (1996, p. 41)]. A mesma lógica aplica-se ao destino da renda por estratos econômicos, em um mesmo país.

26 Sobre este ponto, ver Pereira, Miranda e Silva (1997).

década e meia [Rondanelli (1996)]. Isto não quer dizer que não seja importante estimular os fundos de pensão e realizar uma grande reforma da Previdência Social, mas significa apenas que: *i*) o impacto disso resultante deve ser relativizado; e *ii*) isoladamente, tal fato não seria suficiente para gerar o aumento da poupança associado ao aumento do investimento desejado para crescer 5% a 6% a.a.

c) Fortalecimento do Fundo de Aposentadoria Programada Individual (Fapi). Recentemente aprovado pelo Congresso, o Fapi diferencia-se do item anterior porque, enquanto em *b* estávamos nos referindo a uma alternativa à Previdência Social atual, mas que teria caráter compulsório – como são os depósitos nos fundos de pensão no Chile –, aqui ele é uma forma de poupança inteiramente voluntária. Trata-se de um fundo individual a ser formado com as contribuições tanto de empregados quanto de empregadores e cujo atrativo é ser dedutível do Imposto de Renda, no limite de até 10% do salário bruto dos empregados de pessoas jurídicas e R\$ 2,4 mil ao ano para pessoas físicas. Tal instrumento financeiro terá uma rentabilidade variável, portabilidade total – no sentido de que o dono dos recursos poderá transferir sua poupança de um administrador para outro que acene com uma remuneração melhor, desde que respeitado um prazo mínimo de permanência de seis meses no fundo –, com um requisito de tempo mínimo de 10 anos de capitalização para a realização de saques.²⁷ A criação deste fundo é bem-vinda e insere-se no contexto da necessidade de aumentar a poupança privada, tema que é a razão de ser deste artigo. No Apêndice, desenvolvem-se algumas idéias que poderiam contribuir para fortalecer os objetivos perseguidos com a criação do Fapi. A única qualificação que cabe fazer é que resta saber a intensidade com a qual a população responderá a este novo instrumento e qual o uso efetivo que cada indivíduo fará do mesmo. O Brasil não tem uma tradição de poupança voluntária de longo prazo, e o montante a ser obtido com o Fapi é ainda uma incógnita, embora o seu potencial seja importante.

d) Estímulo aos Mecanismos de Aquisição de Casa Própria. Isto implicaria dar continuidade à filosofia de aprofundar os novos programas habitacionais que a Caixa Econômica Federal tem lançado recentemente. A grande vantagem deste tipo de medida é que constitui a forma mais apropriada de captar poupanças voluntárias da população de baixa renda, seja pela poupança prévia que isto exige, seja pelo pagamento das prestações, uma vez que a casa é adquirida – o que induzirá à existência de novos fluxos de poupança individual por parte dessas pessoas.

²⁷ O indivíduo, se desejar, poderá fazer uma retirada antes, porém ficará sujeito ao pagamento de 25% de IOF, o que significa que o saque antes de 10 anos é praticamente proibitivo.

6. Conclusões

O pressuposto para a validade da conclusão keynesiana de que a base para o aumento da renda é o incremento da demanda efetiva – raciocínio associado à tese de que os governos não devem se preocupar com a formação de poupança doméstica – é a existência de capacidade ociosa. Se este for o caso, um aumento autônomo da renda gera, através da ação do multiplicador, novas variações sucessivas desta, que permitem que, sendo parte dessa renda poupada, a identidade poupança = investimento seja respeitada, sem que isso implique maiores esforços do governo no sentido de moderar o crescimento do consumo para viabilizar o “delta” de investimento. Em tais circunstâncias, a afirmação de Keynes, no final do Capítulo 9 da *Teoria Geral*, acerca dos efeitos nocivos do virtuosismo e da frugalidade – que, nas palavras dele, só trariam empobrecimento, pela queda da demanda efetiva – faz sentido. O aspecto-chave dessa discussão, no presente momento da economia brasileira, é indagar até que ponto esta dispõe de fato de ociosidade em grande escala para ser ocupada sem a preocupação de viabilizar novos investimentos através da contenção do consumo, de modo que este cresça a taxas positivas, porém menores que as do PIB.

Em Carvalho (1996), calcula-se uma série de evolução do hiato do produto em relação ao produto potencial, a qual é ajustada de modo a ter como base para a definição de 100% de ocupação o ano em que a ocupação de capacidade atingiu o máximo (1986), quando, conforme notoriamente noticiado na época, se acumulavam os indícios de que a economia estava operando a plena carga. Devido aos baixos níveis de investimento observados desde então, a série mostra um “vale” de ocupação de capacidade relativamente alto em 1990 (de 93%) e um nível de 98% em 1995 (último ano da série), que nada indica que se tenha modificado substancialmente em 1996 e 1997. Conseqüentemente, face a esta escassa ociosidade, é razoável concluir que o aumento de investimento não poderá ser desvinculado de um esforço simultâneo no sentido de limitar o crescimento do consumo, o que nada mais é que o reconhecimento de que há uma restrição de poupança afetando o potencial de crescimento da economia. Este artigo pretendeu fornecer uma dimensão quantitativa dessa restrição.

No que diz respeito à evolução da poupança privada, observa-se que, após apresentar um aumento na segunda metade dos anos 80, ela voltou a cair nos anos 90. Este comportamento refletiu a evolução do consumo privado no período, que caiu significativamente ao longo dos anos 80, como resultado da queda do salário real no período, voltando, entretanto, a aumentar a partir da estabilização macroeconômica viabilizada pelo Plano Real. Isto decorreu, em grande medida, da queda significativa das taxas de inflação,

que reduziu o imposto inflacionário e favoreceu, particularmente, as camadas da população de baixa renda que não tinham acesso aos instrumentos financeiros de proteção contra as perdas inflacionárias do período anterior à estabilização. Tal fato, combinado com a restauração dos mecanismos de crédito, refletiu-se em um significativo aumento da demanda de bens de consumo, principalmente duráveis. Dados os níveis de demanda reprimida das classes de baixa renda e levando em consideração o fato de que sua propensão marginal a consumir é alta, no período 1994/97 observou-se um aumento da propensão a consumir da economia como um todo, o que, a longo prazo, poderá comprometer o seu potencial de crescimento.

Para avaliar o *trade-off* entre consumo e investimento, algumas simulações foram feitas quanto ao valor da propensão marginal a consumir do setor privado (c), concluindo-se que, quanto menor c , maior será o espaço para um aumento das taxas de investimento e, conseqüentemente, para o crescimento do PIB e do próprio consumo privado. Ou seja, o maior esforço inicial de poupança gera, a longo prazo, uma taxa de crescimento maior não apenas do PIB, mas do próprio consumo privado. É importante ressaltar que não se trata de diminuir o consumo – que continuaria aumentando em termos absolutos –, mas apenas de conseguir que o mesmo se torne menor como proporção do PIB.

Entretanto, vale ressaltar que um maior esforço de poupança por parte dos indivíduos não se traduz automaticamente em um maior fluxo de investimento, em termos macroeconômicos. Tendo em vista que tanto as decisões de se abster de consumir quanto as de investir são tomadas por agentes diferentes, o desafio de aumentar a poupança privada no Brasil implica definir mecanismos que permitam atingir simultaneamente dois objetivos, sem os quais as taxas de poupança e de investimento dificilmente poderão aumentar até os níveis necessários para o país poder aspirar a uma taxa de crescimento de 5% a 6% a.a. na próxima década: o primeiro é diminuir a propensão média a consumir da sociedade, de forma a viabilizar um aumento da participação do investimento na demanda agregada, em um contexto de plena ocupação da capacidade; o segundo, por sua vez, é canalizar os recursos que deixariam de ser consumidos pelos indivíduos para que eles sejam utilizados no financiamento do investimento, dado que, sem essa intermediação através do sistema financeiro, o menor consumo vai ter como efeito apenas a diminuição da demanda e da renda.

Com o intuito de atingir simultaneamente ambos os objetivos, o texto listou uma série de iniciativas possíveis a serem adotadas por parte do governo. Entre elas destacam-se o aumento da poupança pública, o fortalecimento dos fundos de pensão e do Fapi e o aprofundamento dos mecanismos de

aquisição de casa própria por parte das camadas da população de baixa renda.

Um dos problemas a ser enfrentado para aumentar a poupança privada relaciona-se com o fato de o país ter uma enorme massa no lado “Índia” da “Belíndia” – para usar uma conhecida expressão cunhada por Edmar Bacha –, o que tende a gerar uma propensão média a consumir elevada na presença de qualquer aumento de renda. Isso é algo já tradicional no Brasil, mas nos dois últimos ciclos históricos de crescimento com aumento da taxa de investimento, isto é, os anos JK e a época do “milagre”, com seu prolongamento nos anos 70, o obstáculo foi vencido através da inflação – que reduz o salário real e é um mecanismo típico de transferência de renda – e de mecanismos de tributação e/ou de poupança forçada, como o FGTS. Agora, entretanto, sem o recurso da inflação, com a carga tributária já muito alta e não havendo espaço para novas formas de poupança compulsória, as restrições ao crescimento podem se revelar maiores do que em épocas passadas. Nesse sentido, a identificação de novos mecanismos de estímulo ao financiamento da habitação popular – sem envolver subsídios – é talvez a melhor forma de atacar o problema da naturalmente alta propensão a consumir da maioria da população que foi acima mencionado. O tema da chamada “restrição de poupança” é fascinante e, junto com a recorrente necessidade de resolver a crise fiscal e com o desafio de promover as exportações, deverá ser um dos assuntos mais importantes com o qual os economistas terão que lidar no Brasil nos próximos anos.

À guisa de conclusão geral, pode-se dizer que:

- o Brasil tem que enfrentar o problema de possuir, potencialmente, uma elevada propensão média a consumir, devido à situação de pobreza de parte importante da população, fato que dificulta a criação do espaço para o aumento do investimento, através da redução da relação consumo privado/PIB;
- devido a isso, as perspectivas de crescimento da economia tendem a ser moderadas, já que dificilmente se poderia aspirar, nos próximos anos, a ter um crescimento a taxas de 5% ou mais, sem financiá-lo através de um perigoso aumento da poupança externa; e
- como nenhuma das medidas apresentadas na Seção 5, isoladamente, tem condições de resolver *per se* o problema das limitações ao aumento do investimento e do crescimento da economia brasileira, cabe esperar que qualquer tentativa de superar esses limites terá que ser baseada em um *mix* de duas ou mais das alternativas ali mencionadas.

Apêndice

Os comentários que se seguem devem ser entendidos como uma tentativa de fortalecimento do Fapi, com o intuito de que os recursos arrecadados pelos seus administradores se destinem efetivamente, em sua maioria, ao financiamento de novos investimentos.

Pela proposta, os administradores dos recursos do Fapi constituiriam fundos específicos de longo prazo – em moldes similares aos dos atuais fundos de curto prazo, de 30 e de 60 dias, mas com prazos muito maiores –, tendo no passivo as cotas dos depositantes e no ativo – cuja valorização determinaria a valorização das cotas do fundo – um *mix* dos seguintes papéis:²⁸ *a*) debêntures de empresas; *b*) cotas de fundos de empresas emergentes; *c*) *ações de emissão primária*; *d*) debêntures do BNDES; *e*) letras hipotecárias; *f*) ações (mercado secundário); *g*) títulos de longo prazo do Tesouro; e *h*) títulos externos de longo prazo.²⁹

As aplicações *a* a *e* são a própria razão de ser do fundo, do ponto de vista macroeconômico, pois teriam como contrapartida o financiamento de novos investimentos. Em relação à primeira, por exemplo, imaginemos que a Light, a Aracruz ou a CSN – para citar três empresas de diferentes setores reconhecidamente bem administradas – desejem se expandir, sem ter recursos para isso. As possibilidades de financiamento dependem então de captação externa, de empréstimos do BNDES e dos fundos de pensão. O primeiro instrumento envolve um risco cambial; o segundo é limitado, já que o BNDES tem um orçamento expressivo, mas que não chega a ser de 10% do investimento total do país; e o terceiro está em plena expansão, mas ainda em fase embrionária, em relação à dimensão que os fundos de pensão têm em outros países. Em princípio, será difícil que essas empresas obtenham recursos expressivos no mercado doméstico fora dessas alternativas. Já com o instrumento proposto, os bancos, na medida em que possuiriam recursos disponíveis que teriam de aplicar em papéis de longo prazo, seriam os primeiros interessados em financiar projetos interessantes de empresas sólidas. Raciocínio similar, ainda que envolvendo maior grau de risco, relaciona-se às aplicações *b* e *c* acima. As aplicações em debêntures do BNDES poderiam vir a render menos que em outros casos, mas não

28 Seria importante que os órgãos de fiscalização do governo regulassem, de alguma forma, os tetos de taxa de administração a serem cobrados, com o intuito de preservar os interesses dos depositantes, principalmente nos casos em que é difícil, na prática, fazer comparações entre as taxas cobradas por diferentes instituições.

29 Em relação a este ponto, vale destacar a necessidade do estabelecimento de regras que eliminem possíveis conflitos de interesse do administrador do fundo que significassem, por exemplo, a concentração dos recursos em fundos de maior interesse estratégico.

envolveriam maiores riscos para os bancos que viessem a comprá-las e seriam usadas pelo BNDES para ampliar os seus próprios financiamentos. Por último, as novas letras hipotecárias emitidas por instituições ligadas à construção civil contribuiriam para dinamizar o setor.

As demais aplicações (f a h) destinam-se apenas a aumentar o interesse dos bancos em gerenciar os fundos em questão, dando-lhes maior liberdade de aplicação e evitando que fiquem com recursos disponíveis ociosos. A compra de ações no mercado secundário por parte destes fundos em princípio não é plenamente desejável, pelo risco de propiciar uma “bolha” especulativa sem qualquer lastro de geração de capital físico. Em compensação, bons operadores nesse mercado podem ter um instrumento de diferenciação diante de outros fundos e com isso ampliar a concorrência entre eles, com benefícios para a rentabilidade dos depositantes. Títulos de longo prazo, tanto do Tesouro quanto externos, seriam, tipicamente, aplicações onde colocar “sobras de caixa” de recursos que não pudessem ser aplicados nas modalidades a a e , podendo ser vendidos depois no mercado secundário. Para evitar que os objetivos da constituição dos fundos sejam desrespeitados e garantir que a maior parte dos recursos seja usada como lastro de novos investimentos, contudo, teriam que ser definidos tetos para as aplicações f a h de, por exemplo, 20% do total dos ativos do fundo.

Da mesma forma, com o objetivo de minimizar riscos e diversificar as aplicações, também teriam de ser definidos tetos para as aplicações a a e , evitando, porém, a definição de pisos mínimos de aplicação, de forma a não inibir excessivamente a ação dos administradores de carteira.³⁰ Nesse caso, poderia ser adotada uma regra geral (por exemplo, teto de 40% para cada uma das aplicações a a e , individualmente consideradas) ou haver regras específicas (por exemplo, teto de $x1\%$ do total na aplicação a , de $x2\%$ do total na aplicação b , e assim sucessivamente).

Referências Bibliográficas

- AGOSIN, M. R. Savings and investment in Latin America. *Unctad Review*, United Nations, 1995.
- ALÊM, Ana Cláudia, GIAMBIAGI, Fabio. Nota metodológica sobre um problema de R\$ 30 bilhões. *Boletim Conjuntural*, Rio de Janeiro, Ipea, n. 36, jan. 1997 (Nota Técnica).

30 Poderia ser estabelecido, entretanto, um mínimo para a aplicação em ações de emissão primária, o que contribuiria para fortalecer o mercado de capitais e desconcentrar a bolsa.

- ALÉM, Ana Cláudia, GIAMBIAGI, Fábio, PASTORIZA, Florinda. *Cenário macroeconômico: 1997-2002*. Rio de Janeiro: BNDES, 1997 (Texto para Discussão, 56).
- AMADEO, Edward, GIAMBIAGI, Fábio. Taxa de poupança e política econômica: notas sobre as possibilidades de crescimento numa economia com restrições. *Revista de Economia Política*, v. 10, n. 1, p. 75-90, jan./mar. 1990.
- BACHA, Edmar. Crescimento com oferta limitada de divisas: uma reavaliação do modelo de dois hiatos. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 12, n. 2, p. 285-310, ago. 1982.
- CAMARGO, José Marcio, BARROS, Ricardo Paes de. As causas da pobreza no Brasil. In: *Perspectivas da economia brasileira – 1992*. Rio de Janeiro: Ipea, 1992, Cap. 27, p. 525-544.
- CARROLL, Christopher, WEIL, David. *Saving and growth: a reinterpretation*. National Bureau of Economic Research, Sept. 1993 (Working Paper, 4470).
- CARVALHO, José Carlos dos Reis. *Estimativas do produto potencial, relação capital/produto e depreciação do estoque de capital*. Rio de Janeiro: BNDES, 1996 (Texto para Discussão, 44).
- CEPAL. *Ahorro, inversión y crecimiento*. 1995 (Documento de Trabajo, 3).
- CHENERY, Hollis. Comparative advantage and development policy. *American Economic Review*, v. 51, p. 18-51, 1961.
- CNI. *Pesquisa de opinião CNI/Ibope, aspectos econômicos*, maio 1997.
- CORBO, Vittorio. *Economic policies, saving, investment and growth in Latin America*. Trabalho apresentado no seminário "Public Sector Finances and the Evolution of Saving and Investments Balances". Paris: OECD, Oct. 1995.
- CORBO, Vittorio, SCHMIDT-HEBBEL, Klaus. Public policies and saving in developing countries. *Journal of Development Economics*, v. 36, p. 89-115, 1991.
- DOELLINGER, Carlos von, BONELLI, Regis. O problema do financiamento. In: *Perspectivas da economia brasileira – 1987*. Rio de Janeiro: Ipea, 1987.
- EDWARDS, Sebastian. *Why are Latin America's saving rates so low?* Trabalho apresentado na "First Annual Latin American Conference on Development Economics". Rio de Janeiro: Banco Mundial, jun. 1995.

- FERREIRA, Pedro Cavalcanti. *Perspectivas de longo prazo da economia brasileira: uma análise exploratória*. Rio de Janeiro, out. 1996 (Ensaio Econômicos da EPGE, 290).
- HAUSMANN *et alii*. *Saving behavior in Latin America: overview and policy issues*. Office of the Chief Economist/Inter-American Development Bank, Dec. 1996.
- HELD, Günther, UTHOFF, Andras. *Indicators and determinants of savings for Latin America and the Caribbean*. Cepal, Apr. 1995 (Working Paper, 25).
- KEYNES, John Maynard. *The general theory of employment, interest, and money*. New York: Harcourt, Brace and Company, 1936.
- LÓPEZ, Alejandro. *Why did Colombian private savings decline in the early 1990s?* Banco Mundial, Jan. 1997 (Policy Research Working Paper, 171).
- MALLMANN, Paulo, RABI, Luiz. *Crédito direto ao consumidor: aumento do prazo e efeitos sobre o mercado de bens duráveis*. Bicbanco/Diretoria Financeira, nov. 1996 (Estudo especial).
- MATOS FILHO, J. C., CÂNDIDO JR., J. O. *Poupança privada e sistema financeiro: possibilidades e limitações*. Rio de Janeiro: Ipea, jun. 1997 (Texto para Discussão, 488).
- MCKINNON, R. *The order of economic liberalization: financial control in the transition to a market economy*. Baltimore: Johns Hopkins University Press, 1991.
- MÜHLEISEN, Martin. *Improving India's saving performance*. IMF, Jan. 1997 (Working Paper, 97/4).
- NERI, M. Fuga da moeda e distribuição de renda. *Boletim Conjuntural*, Rio de Janeiro, Ipea, n. 34, jul. 1996 (Nota Técnica).
- OGAKI, M, *et alii*. Saving behaviour in low and middle income developing countries. *IMF Staff Papers*, v. 43, p. 38-71, 1996.
- PASINETTI, L. L. *Crescimento e distribuição de renda*. Rio de Janeiro: Zahar, 1979.
- PEREIRA, F., MIRANDA, R. B., SILVA, M. M. *Os fundos de pensão como geradores de poupança interna*. Rio de Janeiro: Ipea, maio 1997 (Texto para Discussão, 480).
- REIS, Eustáquio, *et alii*. *Evidências macroeconômicas: os determinantes da poupança no Brasil, 1975/1995*. Trabalho preparado para o Proyecto Red de Centros de Investigación, "Determinantes del Ahorro Interno en América Latina". Banco Interamericano de Desenvolvimento, jun. 1996.

- RONDANELLI, Erik. *Chilean pension fund reform and its impact on saving*. Trabalho apresentado no "VIII Seminario Regional de Política Fiscal". Santiago de Chile: Cepal, jan. 1996.
- SCHMIDT-HEBBEL, Klaus, SERVÉN, Luis, SOLIMANO, Andrés. Saving and investment: paradigms, puzzles, policies. *The World Bank Research Observer*, 1995.
- SOLOW, R. A contribution to the theory of economic growth. *Quarterly Journal of Economics*, v. 70, p. 65-94, 1956.
- WERNECK, Rogério. Retomada de crescimento e esforço de poupança: limitações e possibilidades. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 27, n. 1, p. 1-18, abr. 1987.